



## بررسی تاثیر عدم ثبات در بازارهای مالی بر ساختار حکمرانی و اقتدار بانک‌های مرکزی

مهرداد سپه‌وند<sup>۱</sup>

هما منفرد<sup>۲</sup>

سودابه بلوریان<sup>۳</sup>

### چکیده

بحران‌های مالی معمولاً می‌توانند مقدمه‌ای برای بازبینی و ایجاد تحولات ساختاری در حکمرانی و اقتدار بانک‌های مرکزی باشند. این تحولات ممکن است در جهت تقویت و ارتقای حکمرانی خوب در بانک مرکزی یا دخالت نهادهای دیگر و کاهش اقتدار بانک مرکزی باشد. این بررسی به بحران‌ها و نقش آنها در تحولات در ساختار حکمرانی و استقلال بانک‌های مرکزی می‌پردازد.

نتایج این بررسی نشان می‌دهد که مقامات قانون‌گذار روز به روز بر اختیارات بانک مرکزی در کنار ضرورت پاسخگویی افزوده‌اند که این امر را می‌توان به کارآیی استقلال بانک مرکزی در کنترل تورم و افزایش مشارکت بانک‌های مرکزی در امر نظارت بر ثبات مالی نسبت داد. دوم آن که هرچند در مقاطع بحران استقلال عملیاتی بانک‌های مرکزی به تا حدودی کاهش یافته است اما در همین دوره‌ها بانک‌های مرکزی توانسته‌اند اختیارات گسترده‌تری را از جهت ورود به حوزه‌هایی که پیش‌تر در دامنه اختیارات آنها نبوده بدست آورند. همچنین برای اثر بخشی سیاست‌های تدوین شده برای مقابله با بحران‌ها بانک‌های مرکزی توانسته‌اند از حمایت جدی‌تر مقامات قانون‌گذار برخوردار گردند. در ایران روند تحولات بلندمدت در جهت افزایش اختیارات و استقلال بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران نبوده است و بحران‌های بانکی نیز اغلب با عدم تغییر یا کاهش استقلال بانک مرکزی همراه بوده‌اند.

**واژگان کلیدی:** بی‌ثباتی در بازارهای مالی، ساختار حکمرانی، استقلال بانک مرکزی

<sup>۱</sup> مدیر گروه بانکداری پژوهشکده پولی و بانکی

<sup>۲</sup> کارشناس پژوهشی پژوهشکده پولی و بانکی

<sup>۳</sup> دانشجوی دکتری دانشگاه کرنفیلد انگلستان



# بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

## مقدمه

بحران‌های مالی اخیر سوالات مهمی را در مورد نقش بانک مرکزی در حفظ ثبات مالی و همچنین تاثیرگذاری متقابل و پیامدهای بی‌ثباتی در بازارهای پولی و بانکی مالی بر حکمرانی و استقلال بانک‌های مرکزی مطرح نموده است. در این میان اغلب تحقیقات انجام شده بر روی نقش استقلال و ساختار حکمرانی بانک مرکزی بر ثبات پولی و مالی متمرکز بوده است<sup>۴</sup> و آنچه کمتر بدان پرداخته شده است اهمیت رخداد بحران‌های مالی و بانکی بر اقتدار بانک‌های مرکزی است. البته در این زمینه استثناهایی هم وجود دارد<sup>۵</sup> این موضوع از آن جهت اهمیت دارد که تغییرات ساختاری و نهادی همواره نیازمند کنش عوامل و پیشران‌های قدرتمند بوده تا اجماع سیاستگذاران و قانون‌گذاران حاصل شود. این مهم معمولاً به دنبال رخداد بحران‌ها شانس وقوع دارد و لذا بحران‌ها همواره نقش مهمی در ایجاد تغییرات ساختاری ایفا می‌کنند. اما این تغییرات می‌تواند در جهت افزایش یا کاهش اقتدار بانک مرکزی و بهبود یا تضعیف ساختار حکمرانی باشد.

با توجه به این که هر کشور دارای ترتیبات نهادی و سطح توسعه خاص خود می‌باشد، بدیهی است که تغییرات در حکمرانی و اقتدار بانک مرکزی همگون و از یک جنس نباشد. با این همه نگاهی به تجارب بین‌المللی موید دو برداشت جافتاده در این رابطه است. نخست آن که رخداد بحران‌های مالی گسترده بانک‌های مرکزی را وادار به اتخاذ سیاست‌هایی می‌نماید که گاه از دامنه سیاست‌های معمول و وظایف مرسوم بانک‌های مرکزی فراتر می‌رود. این امر هرچند می‌تواند با اهداف بانک‌های مرکزی در تراحم قرار گیرد اما الزاماً به معنی کاهش اقتدار بانک مرکزی نمی‌تواند تلقی شود چرا که در این گونه شرایط آن طور که تجارب نشان داده دامنه اهداف و اختیارات بانک مرکزی گاه نه تنها کاهش نیافته بلکه شاهد گسترش آن بوده ایم. دوم آن که علی‌رغم تغییرات در دوره‌های کوتاه مدت که ممکن است در جهت کاهش یا افزایش اقتدار بانک مرکزی عمل کند، جهت‌گیری کلی و بلندمدت در راستای افزایش اختیارات و اقتدار بانک‌های مرکزی بوده است.

این روند‌های عمومی در کشور ما متفاوت بوده و به نظر می‌رسد استقلال و اقتدار نسبی بانک مرکزی اصلی پذیرفته شده در میان سیاستگذاران نبوده و با هر تلاطم در بازارهای مالی در معرض آسیب قرار می‌گیرد. مصداق این امر را در برخورد‌هایی که بدنبال نوسانات نرخ ارز حادث شد می‌توان ملاحظه کرد. در سال گذشته قیمت دلار که در ابتدای سال حوالی ۳۸۰۰ تومان در نوسان بود در نیمه دوم سال به قیمت‌های حدود ۵ هزار تومان رسید تا منجر شود بانک مرکزی و دولت با قدرت هر چه تمامتر برای کنترل نرخ ارز وارد بازار شوند. در بازار سکه نیز شرایط در نیمه دوم سال جاری ملتهب بود و قیمت نقدی سکه توانست از قیمت ۱ میلیون ۵۰۰ هزار تومان عبور کرده و خود را به قیمت‌های بالاتر برساند. در بازار آتی سکه نیز قیمت سکه تحویل آبان ۹۷ تا حوالی ۱ میلیون ۷۰۰ هزار تومان افزایش یافت. متعاقب این امر برای مهار سفته‌بازی و کنترل بازارهای مالی بانک مرکزی سه برنامه در نظر گرفته است که هدف کلی آن، کنترل نقدینگی سرگردان در اقتصاد بود و بازگردان آرامش به بازارها بود.

بازگشایی سپرده ۲۰ درصد توسط تمام بانکها، بخشی از برنامه بانک مرکزی بود. نرخ سود بانکی که از حدود ۲۰ درصد در اواسط سال ۹۶ به ۱۰ درصد برای سپرده‌های کوتاه مدت و ۱۵ درصد برای سپرده‌های بلندمدت کاهش یافته بود ناگهان در پایان سال ۹۶ و به دستور بانک مرکزی به ۲۰ درصد بازگردانده شد. هرچند این اقدام به کاهش التهاب در بازار کمک کرد اما برای نظام بانکی که بدلیل زیان‌های انباشته توانایی تحمل بالایی ندارد بر دشواری‌ها خواهد افزود. برخی محاسبات اعلام شده از طرف دست‌اندرکاران

<sup>۴</sup> رجوع شود به مطالعات انجام شده در این زمینه از جمله BIS, 2011, and Cunningham and Friedrich, 2016

<sup>۵</sup> رجوع شود به Haana, and Eijffinger, 2016 and Jakub Gren 2017



# بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

نشان می‌دهد این امر می‌تواند حدود ۲۳۰ تا ۲۴۰ هزار میلیارد تومان تغییرات منابع کوتاه مدت به یکساله را به وجود آورده و لذا هزینه‌ای حدود ۱۵ هزار میلیارد تومان به نظام بانکی تحمیل نماید. با توجه به وضعیت موجود نظام بانکی این امر می‌تواند پیامدهای ناخوسته و نامطلوبی برای ثبات پولی داشته باشد چرا که میزان استقراض بانک‌ها را از بانک مرکزی افزایش خواهد داد. علی‌رغم برنامه ریزی انجام شده از طرف بانک مرکزی در فروردین سال جاری شاهد ورود کمیسیون اقتصادی مجلس به حوزه اختیارات بانک مرکزی بوده ایم. در یک اقدام نامتعارف رئیس کمیسیون اقتصادی مجلس شورای اسلامی با اشاره به نابسامانی در بازار ارز از طرحی با عنوان «ساماندهی بازار ارز» خبر داد که توسط کمیسیون مزبور تهیه شده بود. به گفته وی این طرح شامل ۴ محور بوده و از رییس کل بانک مرکزی دعوت شد تا درباره آن با نمایندگان کمیسیون به بحث بنشیند. محتوای بحث دقیقاً به مواردی اشاره داشت که در حوزه اختیارات بانک مرکزی می‌باشد. به عنوان مثال در یکی از محورهای این طرح بازگشایی مجدد حساب‌های سپرده‌های ارزی با الزام بانک مرکزی به ارائه تضمین برای تسویه سپرده‌های ارزی از طریق بانک‌های دولتی منظور شده بود. این نماینده سپس می‌افزاید که در صورت توافق ما با مسئولان بانک مرکزی طی این طرح به بانک‌ها ابلاغ خواهد شد و در غیر اینصورت با ارائه به صحن علنی در قالب طرحی دوفوریتی در دستور کار قرار می‌گیرد تا در صورت تصویب برای دولت تکلیف بشود.<sup>۶</sup> با نگاهی به این موضع‌گیری‌های سوالی که در ذهن شکل می‌گیرد آن است که آیا این یک وضعیت متعارف در برخورد با بانک‌های مرکزی در شرایط بحرانی است یا این برخورد خاص نظام سیاسی و اقتصادی کشور ماست و باید در عرصه بانکداری مرکزی به عنوان یک استثنا قلمداد شود. این پرسش ما را به مسایل گسترده تری رهنمون می‌شود که لازمه آن تامل در مفهوم استقلال بانک مرکزی است. در حالی که برخی اقتصاد دانان بر محدود و شفاف بودن سیاست‌های بانک مرکزی به اصل ثبات پولی تاکید می‌نمایند، برخی دیگر در تعریف اهداف بانک مرکزی بر نقش آن در تامین ثبات در بازارهای مالی تاکید داشته و اصرار دارند که چنانچه لازم باشد حتی بانک مرکزی باید از اهداف خود در جهت ثبات پولی به نفع ثبات مالی فروگذار نماید. در این مقاله نخست بر مفهوم استقلال بانک مرکزی و ساختار حکمرانی آن انگشت نهاده و تحولات این مفهوم را در سایه تحولاتی که اخیراً بازارهای مالی را در نوردیده است ملاحظه می‌کنیم. سپس به مسئله رابطه بین ثبات پولی و مالی و جایگاه آنها در اهداف بانک مرکزی پرداخته و نشان می‌دهیم که افزایش دامنه اهداف بانک‌های مرکزی به رویکرد غالب تبدیل شده است و لذا ورود بانک مرکزی به عرصه حفظ ثبات ملی نباید به عنوان کاهش استقلال بانک مرکزی به حساب آورد. پس از آن نگاهی به تجارب بحران‌های بانکی و اثرات آن بر حکمرانی بانک‌های مرکزی افکنده و نهایتاً به وضعیت حکمرانی و استقلال بانک مرکزی در ایران می‌پردازیم.

## ابعاد تعیین‌کننده استقلال و اقتدار حکمرانی بانک مرکزی

حکمرانی دارای ابعادی چون پاسخگویی، وجود اختیارات و استقلال لازم و نهایتاً شفافیت است که با هم در ارتباط اندام وار بوده و تضمین‌کننده عملکرد کارآمد، اثر بخش و با اعتبار بانک مرکزی خواهد بود. در این میان آنچه از بعد سازمانی اهمیت دارد پاسخگو بودن است که مشخص می‌نماید بانک مرکزی به چه مقامی و برای چه اموری می‌باید جوابگو باشد و مهم‌تر آن که در چه حوزه‌هایی مسئول نبوده و لازم نیست جوابگو باشد. رفت و آمد نمایندگان مجلس به داخل بانک مرکزی و ورود آنها به اختیارات بانک

<sup>۶</sup> ("نقش بانک مرکزی در کنترل بازار ارز مشخص نیست"، خبرگزاری صدا و سیما ۱۹ فروردین ۱۳۹۷ قابل دسترس در <http://www.iribnews.ir/fa/news>).



# بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

مرکزی می‌تواند نمود روشنی از وجود خدشه بر این اصل تلقی شود. پاسخگویی بر سه پایه استوار است. نخست آن که آنچه مقامات مافوق که بانک مرکزی باید به آنها پاسخگو باشد به طور روشن و دقیق تعریف شده باشد و این مقامات اجازه ورود به غیر از آن را نداشته باشند. دوم آن که بانک مرکزی برای انجام وظایف تعیین شده مجموعه‌ای از رویه‌های استاندارد تعریف نموده باشد که ملزم به رعایت آنهاست و نهایتاً این که به طور مشخص برای عدول از رویه‌های استاندارد، مجازات‌های متناسب تعیین و روال اعمال این مجازات‌ها تعریف شده باشد. مهمتر آن که مقامات سیاسی می‌بایست مادام که اطمینان از عمل بر اساس رویه‌ها حاصل است، با وجود نتایج ناخواسته همچنان تضمین‌کننده مصونیت قضایی بانک مرکزی در برابر این نتایج باشند.

توجه داریم که بانک مرکزی به واسطه نقش‌هایی که برای آن تعریف می‌شود جایگاه انحصاری داشته و نمی‌تواند به مانند سایر بنگاه‌ها در نظر گرفته شود. به عنوان مثال انتظار آن که رقابت به فعالیت‌های بانک نظم و انضباط بدهد انتظاری نامعقول است. تضمین پاسخگویی بانک مرکزی تنها به واسطه شفافیت اطلاعاتی امکان‌پذیر است. بانک مرکزی می‌بایست نه فقط اطلاعات درباره داه‌هایی که برای تصمیم‌گیری از آن بهره‌جسته را در اختیار عموم قرار دهد تا امکان ارزیابی حرفه‌ای بانک مرکزی فراهم آید بلکه می‌بایست اطلاعات در مورد رویه‌های سازمانی و برخورد با تخلف‌هایی که احیاناً در عدول از استانداردها بروز یافته را منتشر نماید. تنها با این درجه از شفافیت است که می‌توان انتظار داشت حلقه سه‌گانه حکمرانی مطلوب کامل گردد. در این حلقه اما آنچه بیشتر از همه مورد توجه قرار می‌گیرد موضوع وجود اختیارات لازم و استقلال است. بدون وجود استقلال عمل نمی‌توان انتظار پاسخگویی داشت و طبعاً شفافیت هم ارزشی نخواهد داشت هرچند تنها با وجود شفافیت است، که در حضور امکان وجود بازخورد مناسب، شرایط برای اصلاح سیستم فراهم می‌شود.

مسئله استقلال در حکمرانی بانک مرکزی یک موضوع محوری است و طی سال‌های اخیر، بحث‌ها و مناظرات زیادی به همراه داشته است. از آنجایی که بانک‌های مرکزی با قوانین دولتی ایجاد می‌شوند، همیشه بین بانک مرکزی و دولت ارتباط وجود دارد و ممکن است به طور کامل از هم قابل تفکیک نباشند؛ امروزه بحث در مورد میزان مناسب این تفکیک است. محققان در حوزه استقلال و حکمرانی بانک مرکزی، رویکردهای متنوعی را در این زمینه توسعه داده‌اند. با این حال تردیدی نیست که باید بحث استقلال را زیر موضوع عام تر حکمرانی بانک مرکزی در نظر گرفت. آنچه در این بررسی‌ها به طور مشترک ملاحظه می‌شود تفکیک ابعاد استقلال به دو بخش مهم است که عبارتند از نخست "استقلال سیاسی و قانونی بانک مرکزی"، که در آن رابطه بانک مرکزی با سایر نهادها به طور قانونی تعریف می‌شود، دوم "استقلال عملیاتی یا حاکمیت بانک مرکزی و تبیین سیاست پولی" که به نحوه عمل بانک مرکزی در تدوین سیاست‌های پولی و ارزی دلالت دارد. این موارد با تفصیل بیشتر و به همراه رابطه آنها به مهمترین هدف بانک مرکزی که ثبات پولی و کنترل تورم است در ادامه تشریح می‌گردند.

## استقلال سیاسی و قانونی

به طور معمول میزان استقلال سیاسی و قانونی بانک مرکزی توسط تعدادی از عوامل، از جمله رویه انتصاب رئیس کل بانک مرکزی و استقلال اعضای هیأت مدیره، دوره ریاست مقامات بانک مرکزی تعیین می‌شود.<sup>۷</sup> مطالعات در مورد جنبه دیگری از استقلال سیاسی، نشان می‌دهد که هزینه‌های تورم‌زدایی در کشورهای با بانک‌های مرکزی مستقل به لحاظ سیاسی، بالاتر است و نه پایین‌تر.<sup>۸</sup>

<sup>۷</sup> Grilli, Masciandaro, Tabellini, 1991

<sup>۸</sup> Fisher, Jordan & Posen, 1998



# بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

به طور کلی، احزاب سیاسی مایلند در قدرت باقی بمانند. بنابراین، آن‌ها برای اجرای برنامه‌های سیاسی خود از سیاست پولی بانک مرکزی استفاده یا سوء استفاده می‌کنند. به طور مشابه، بی‌ثباتی سیاسی می‌تواند استقلال و حکمرانی بانک مرکزی را تحت تأثیر قرار دهد. شواهدی از چنین رابطه منفی در کشورهای OECD طی سالهای ۱۹۸۰ تا ۱۹۸۹ یافت شده است.<sup>۹</sup> این نفوذ سیاسی می‌تواند سیاست پولی کشور، نرخ بهره و حتی نرخ ارز را متأثر نماید.

## استقلال عملیاتی

ابعاد عملیاتی استقلال بانک مرکزی، نحوه اقدامات بانک مرکزی را در حصول به ثبات قیمت، نرخ ارز، تدوین سیاست پولی و تأمین مالی را در بر می‌گیرد. به طور کلی اعتقاد بر این است که تفویض قدرت سیاست‌گذاری پولی به بانک‌های مرکزی به تورم و استقلال و حکمرانی اطمینان می‌بخشد. نتایج حاصل از مطالعات انجام شده در کشورهای صنعتی، تأییدکننده رابطه منفی بین استقلال و حکمرانی بانک مرکزی و تورم است.<sup>۱۰</sup> شواهد تجربی از کشورهای در حال توسعه، نشان می‌دهد که استقلال قانونی به طور معکوس به تورم در کشورهای صنعتی، ولی نه در حال توسعه مرتبط است.<sup>۱۱</sup> عموماً وزارتخانه‌ها یا خزانه‌های مالی مسئولیت نهایی سیاست نرخ ارز در یک کشور را بر عهده دارند. در شرایط حداقلی، این مسئولیت بین دولت‌ها و بانک‌های مرکزی تقسیم می‌شود و درجه استقلال بانک مرکزی یک کشور با توانایی دولت برای دنبال کردن اهداف و سیاست نرخ ارز آن کشور مرتبط است.<sup>۱۲</sup> همچنین مطالعات نشان می‌دهند که استقلال بانک مرکزی با نرخ ارز پایدارتر و نرخ تورم پایین‌تر ارتباط دارد.<sup>۱۳</sup> همچنین طبق مطالعات، یک رژیم نرخ ارز انعطاف‌پذیر با اقتدار پولی مستقل و هدف قرار دادن تورم، در مقایسه با رژیم غیرمنعطف، به احتمال بیشتری به بهینه پرتو دست خواهد یافت.<sup>۱۴</sup>

سیاست پولی نیز با ماهیت ابزارهای تحت کنترل بانک مرکزی مانند نرخ بهره و یا توانایی انجام عملیات بازار باز شناخته می‌شود. هرچه تأثیرگذاری دولت در تأمین مالی پول در زمان کسری بیشتر باشد، میزان استقلال بانک مرکزی پایین‌تر است.<sup>۱۵</sup> اگر سیاست پولی نادرست باشد، تورم ممکن است سریع و ناپایدار باشد. اما واکنش‌های به موقع و معتدل نسبت به اتفاق‌های غیرمنتظره تورمی، می‌تواند به ثبات مالی بلندمدت کمک کند.<sup>۱۶</sup>

## گسترش دامنه اهداف بانک مرکزی به ثبات مالی

یکی از موضوعات بسیار چالشی که در سال‌های اخیر در حوزه استقلال بانک مرکزی مورد توجه صاحب‌نظران قرار گرفته است مسئله رابطه بین ثبات پولی و مالی و جایگاه آنها در اهداف بانک مرکزی است. هرچند می‌توان استدلال کرد که وجود ثبات مالی می‌تواند

<sup>۹</sup> De Haan and Van 't Hag, 1994

<sup>۱۰</sup> Bade and Parkin (1985), Alesina and Summer (1993)

<sup>۱۱</sup> Cukierman and Webb (1995), Cukierman, Webb and Neyapti (1992)

<sup>۱۲</sup> Baines, 2001

<sup>۱۳</sup> Kuttner and Posen, 2001

<sup>۱۴</sup> de Souza, 2002

<sup>۱۵</sup> Masciandaro & Tabellini, 1991. Bade & Parkin, 1988. Alesina & Sachs, 1988. Alesina, 1989

<sup>۱۶</sup> Sinclair, 2000



به تحقق کنترل تورم و ثبات ارزش پول کمک نماید اما این همراهی در همه وارد اتفاق نمی‌افتد و گاه این دسته اهداف تأثیرات ناخواسته‌ای برهم دارند. در این میان برخی بر این باورند که می‌بایست بر "محدود و شفاف بودن" اهداف بانک مرکزی تأکید داشت و هرگونه عدول از این اصل را به عنوان خدشه بر استقلال بانک مرکزی قلمداد می‌کنند.<sup>۱۷</sup> در مقابل دیگر صاحب‌نظرانی صف کشیده‌اند که با اشاره به رابطه بین ثبات مالی و پولی و درهم تنیدگی عرصه‌های مختلف ثبات مالی بر گسترش دامنه اهداف و اختیارات بانک مرکزی تأکید نموده و این امر را در جهت گسترش اقتدار و استقلال بانک مرکزی ارزیابی می‌کنند.<sup>۱۸</sup>

با شروع قرن بیست و یکم، تعداد قابل توجهی از کشورهای دنیا ساختار حکمرانی تعریف شده صرفاً براساس نظریه نمایندگی<sup>۱۹</sup> برای بانک‌های مرکزی خود تعیین کرده بودند. بانک‌های مرکزی مستقل در این دوران در رسیدن به اهداف سیاست پولی متخصص شده بودند دنبال نمودن ثبات مالی، دور افتاده بودند. آهسته آهسته با شروع بحران مالی، بانک‌های مرکزی با این ساختارهای مدرن که از نرخ سود برای کنترل نرخ تورم استفاده می‌نمودند، دچار چالش و مشکلات گسترده‌ای شدند.<sup>۲۰</sup>

پس از بحران مالی جهانی اخیر بسیاری از کشورها معماری نظارتی مالی خود را با افزایش مشارکت بانک‌های مرکزی در امر نظارت تغییر دادند. این باعث شده است بسیاری از محققان بر این باور باشند که بحران مالی یک محرک مهم در افزایش نقش بانک‌های مرکزی به عنوان ناظر باشد<sup>۲۱</sup>. شکل شماره (۱) مقایسه میزان دخالت بانک‌های مرکزی در امور نظارت بخش مالی بین سال‌های ۱۹۹۶ و ۲۰۱۳ را به نمایش گذاشته است. از این شکل به وضوح تغییر ساختار نظارتی مالی در سراسر دنیا را میتوان مشاهده نمود<sup>۲۲</sup>. شاخص سنجش میزان نظارت<sup>۲۳</sup> استفاده شده در شکل مذکور براساس تحقیقی است که ماسکیاندارا و رومیالی<sup>۲۴</sup> به تازگی انجام داده‌اند.

<sup>۱۷</sup> De Haan, Amtenbrink & Eijffinger, 1999

<sup>۱۸</sup> Fry, Goodhart & Almeida, 1996

<sup>۱۹</sup> Agency Theory

<sup>۲۰</sup> Aydin & Volcan 2011; Cúrdia & Woodford 2011; Cohen-Cole & Morse 2013; Ueda & Valencia, 2014

<sup>۲۱</sup> Dalla Pellegrina et al. 2013

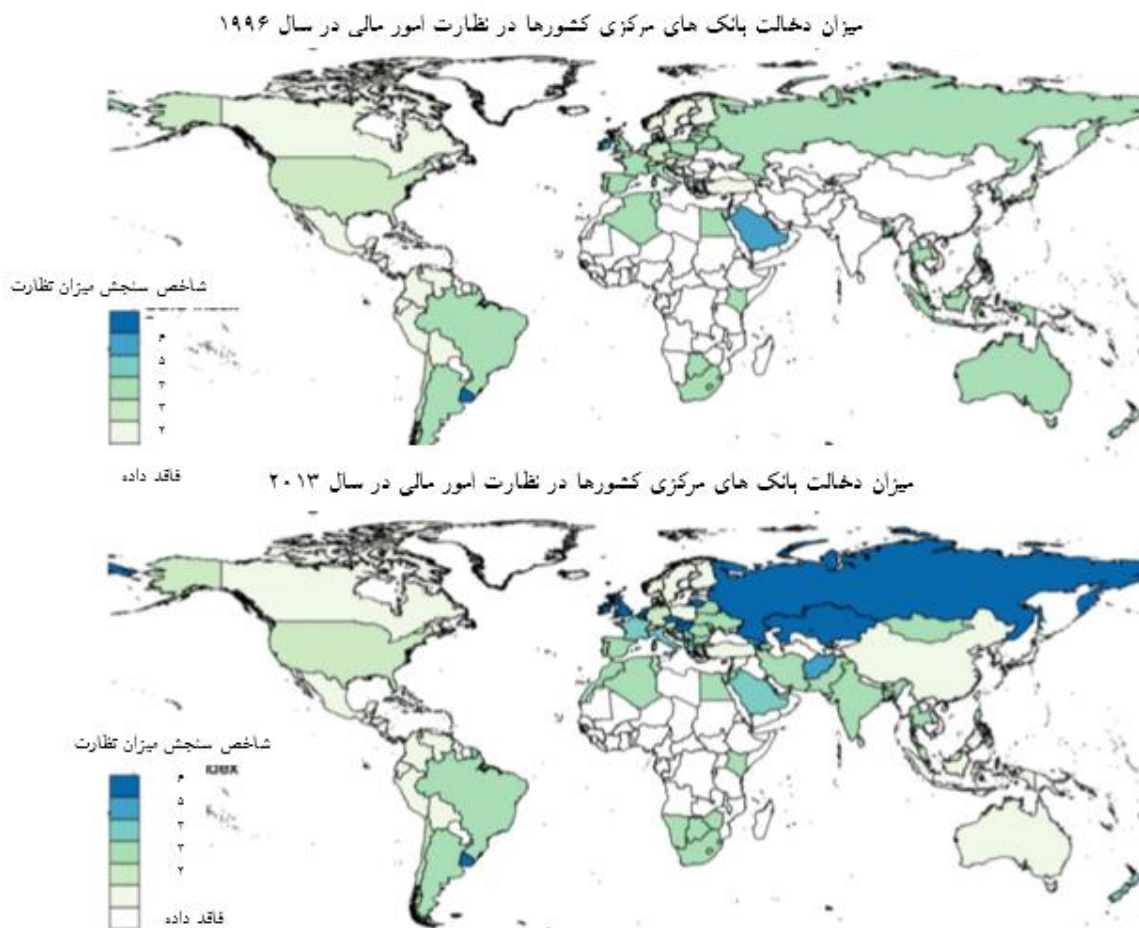
<sup>۲۲</sup> Masciandaro & Romelli, 2018

<sup>۲۳</sup> Central Bank Involvement in Supervision Index

<sup>۲۴</sup> Masciandaro & Romelli, 2018



شکل (۱): مقایسه میزان دخالت بانک‌های مرکزی در امور نظارت بخش مالی بین سال‌های ۱۹۹۶ و ۲۰۱۳



شاخص مذکور از این نظر از اهمیت و تکامل بیشتری برخوردار است که نظارت بانک‌های مرکزی در کلیه امور مالی اعم از بانکی، بیمه‌ای و بازارهای مالی را در نظر می‌گیرد. شاخص‌های پیشین صرفاً بر نظارت بانک مرکزی در امور بانکی توجه داشتند<sup>۲۵</sup>. با این دیدگاه مفهوم نظارت بانک‌های مرکزی محدود می‌شد به امور بانکی و رابطه بین امور بانکی، بیمه و بازارهای مالی نادیده گرفته می‌شود. همچنین چالش‌های نظارتی ناشی از کنگلومرهای مالی بین‌المللی نیز نادیده گرفته می‌شد<sup>۲۶</sup>.

<sup>۲۵</sup> Masciandaro, 2007

<sup>۲۶</sup> Masciandaro & Romelli, 2018



# بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

دلیل دیگری که برای این نوع تغییرات عنوان شده برمی‌گردد به نظریه نهاد<sup>۲۷</sup> به عبارتی دیگر پیروی سازمان‌ها از همدیگر است. ماسکیاندارا و رومیالی (۲۰۱۸) بر این باور هستند که علاوه بر بحران مالی، نیروی محرک دومی، یعنی تقلید کشورها از همدیگر، در ایجاد تغییرات ذکر شده نیز تاثیر دارد.

این روند از آن جهت از اهمیت بیشتری برخوردار می‌شود که تا سی سال پیش حکمرانی بانک‌های مرکزی در نظریه اقتصاد<sup>۲۸</sup> حتی جایگاهی نداشت و با انقلاب مکتب کلاسیک جدید<sup>۲۹</sup>، اهمیت سازمانی بانک‌های مرکزی تنها در عملکرد اقتصاد کلان مورد پیگیری و تایید نظریه اقتصاد قرار گرفت.<sup>۳۰</sup>

با توجه به آنچه گفته شد به نظر می‌رسد در تبیین اهداف بانک مرکزی به تدریج گسترده‌تر شدن دامنه اهداف بانک‌های مرکزی به رویکرد غالب تبدیل شده است. حتی در برخی موارد ملاحظه می‌شود که بانک‌های مرکزی اهداف مربوط به ثبات مالی را در صدر ماموریت خود قرار می‌دهند. با این تفسیر دیگر الزام به ورود بانک مرکزی به سیاست‌هایی که هدف آن تامین ثبات مالی است را نمی‌توان عدول از استقلال بانک مرکزی به حساب آورد حتی اگر این سیاست‌ها با اهداف ثبات پولی در تعارض باشند.

## تجارب بحران‌های بانکی و اثرات آن بر حکمرانی بانک‌های مرکزی

مطالعات بسیاری در زمینه ارتباط بین حکمرانی بانک مرکزی و بحران‌های مالی و بانکی انجام شده است. باید اذعان کرد که بیشتر این مطالعات متمرکز بر تاثیر کیفیت حکمرانی و خصوصا استقلال بانک مرکزی بر ثبات در بخش بانکی است. نتایج این مطالعات نشان می‌دهد که استقلال بانک مرکزی برای سلامتی و ثبات محیط اقتصاد کلان ضروری است<sup>۳۱</sup>. بنیاد‌های نظری نیز تایید می‌نمایند که استقلال بانک مرکزی، همراه با یک دستورالعمل صریح برای حفظ ثبات قیمت، یک ابراز مناسب برای تحقق مزایای اجتماعی مرتبط با نرخ تورم کم و پایدار است. علاوه بر این، حجم زیادی از مطالعات تجربی شواهدی را نشان می‌دهد که مزایای مذکور بدون ایجاد هزینه‌های اضافی بابت از دست رفتن رفاه در عملکرد اقتصاد کلان (به عنوان مثال افزایش نوسانات تولید و کاهش رشد اقتصادی) به وجود می‌آید. همچنین مشاهده می‌شود که استقلال بانک مرکزی نه تنها به اطمینان از ثبات قیمت کمک می‌کند، بلکه ثبات مالی را نیز تقویت می‌کند<sup>۳۲</sup>.

هرچند توجه خاصی به استقلال بانک مرکزی بعد از بحران مالی اخیر معطوف گردید اما موضوع استقلال بانک‌های مرکزی حتی در سال‌های قبل از بحران مالی اخیر نیز در برخی کشورها مورد توجه قرار گرفته بود. در سال‌های ۱۹۸۹ و ۱۹۹۰ کشورهای نیوزیلند و استرالیا با دو هدف شفاف سازی سیاست‌های پولی از طریق هدف‌گیری تورم و دادن استقلال عملیاتی بیشتر به بانک مرکزی،

<sup>۲۷</sup> Institutional theory

<sup>۲۸</sup> Economic Theory

<sup>۲۹</sup> New Classical Revolution

<sup>۳۰</sup> Masciandaro & Romelli, 2015

<sup>۳۱</sup> Avadanei, 2013

<sup>۳۲</sup> Arnone et al. 2009





# بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

اقدام به اصلاح ساختار بانک‌های مرکزی خود نمودند. هدف دو کشور از این اصلاحات جبران شکست‌های سیاست‌های پولی در دو دهه ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ و مقابله با افزایش نرخ تورم بی‌رویه در این سال‌ها بود.<sup>۳۳</sup>

اما مواردی که میزان اهمیت استقلال بانک مرکزی در ثبات قیمت و مالی را زیر سوال برد در برخی کشورها وجود دارد. بانک مرکزی کشور چین به عنوان یکی از قدرت‌های اقتصادی دنیا، مستقل نیست.<sup>۳۴</sup> با بهره‌گیری از شاخص قدرت مالی بانک مرکزی<sup>۳۵</sup> به عنوان واحد اندازه‌گیری استقلال بانک مرکزی، در تحقیقی ثابت شد که هیچ نوع ارتباط معنی‌داری بین استقلال بانک مرکزی کشور ترکیه و ثبات قیمت در آن کشور وجود ندارد.<sup>۳۶</sup> این در حالی است که عملکرد بانک مرکزی کشور ترکیه یکی از موفق‌ترین موارد در ارزیابی اقدامات بانک‌های مرکزی در بحران مالی سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۱۱ به شمار می‌رود.<sup>۳۷</sup>

در برخی از مطالعات از استقلال بانک مرکزی اغلب به عنوان نقض‌کننده دموکراسی و زیر سوال بردن انتخاب مردم یک کشور انتقاد می‌شود. اما این مساله در خصوص کشورهایی مانند استرالیا، نیوزیلند، کانادا و انگلستان (همه از استفاده‌کنندگان اولیه سیاست هدف‌گیری تورم) صادق نبوده است. در این کشورها هدف‌گذاری تورم توسط دولت منتخب یا به صورت مشترک بین بانک مرکزی و دولت منتخب صورت می‌گیرد. اما موضوع فوق در خصوص بانک مرکزی اتحادیه اروپا<sup>۳۸</sup> صادق بوده و احتمالاً هنوز هم هست و به سیاست‌های پولی موجود در خصوص این بانک مرکزی برمی‌گردد.

برخی محققان بر این باورند که استقلال بانک مرکزی و تاثیر و اهمیت آن در اقتصاد، سیستم مالی و رسیدن به ثبات قیمت، نیازمند توجه به عوامل تاریخی، مقرراتی، قضایی، سیاسی و سایر عوامل اقتصادی هر کشور است. همچنین به نظر می‌رسد که فاکتورهای قضایی در کشورهای کمتر توسعه‌یافته (و توسعه‌نیافته)، در ضرورت استقلال بانک مرکزی (به ویژه در استقلال عملیاتی و مالی از نهادهای سیاسی) از اهمیت بیشتری برخوردار است.<sup>۳۹</sup> با توجه به مطالب عنوان شده شاید یکی از عمده‌ترین دلایل میزان موفقیت یا عدم موفقیت استقلال بانک مرکزی در کشورهای مختلف بازگردد به تفاوت‌های موجود در سیاست‌های کلان پولی هر کشور و زیرساخت‌هایی که برای تأمین استقلال بانک مرکزی در نظر گرفته شده است.<sup>۴۰</sup>

در بحران بانکی که معمولاً با نوعی نابسامانی و بحران‌های سیستمی همراه است کشورها با سطح بالایی از نکول و عدم بازپرداخت مواجه می‌شوند و موسسات مالی و شرکت‌ها با مشکلات خطیر بازپرداخت قراردادهای خود بازمی‌مانند. در بحران‌های بانکی دو عامل نقش تعیین‌کننده دارند: یکی به صورت تغییر یکباره در کیفیت دارایی بانک‌ها که به دلیل شوک در اعتبار قرض‌گیرندگان بانک ایجاد می‌شود و دوم، کاهش اعتماد سپرده‌گذاران به سیستم بانکی در مورد انجام تعهداتش که موجب خروج یکباره سپرده‌ها از سیستم می‌شود. در چنین شرایطی بازگرداندن اعتماد و آرامش بسیار اهمیت می‌یابد و بانک‌های مرکزی گاه با ابزار و سیاست

<sup>۳۳</sup> Walsh, 2011

<sup>۳۴</sup> Canova, 2011

<sup>۳۵</sup> Central Bank Financial Strength

<sup>۳۶</sup> GUNGOR, 2016

<sup>۳۷</sup> Klüh & Stella, 2008

<sup>۳۸</sup> European Central Bank (ECB)

<sup>۳۹</sup> Ojo & Ayadi, 2013

<sup>۴۰</sup> Walsh, 2011



# بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

های غیر متعارف<sup>۴۱</sup> به مقابله با بحران می پردازند. این امر سبب می شود تا تهدیدهایی متوجه حکمرانی بانک مرکزی شکل گیرد و گاه اقتدار بانک مرکزی با دخالت دولت و مقامات قانونگذار کاهش یابد.

هرچند تغییرات ساختاری به واسطه سرشت خود باید در زمره تحولات بلند مدت دسته بندی شوند اما با منظور نمودن برخی مولفه های مربوط به عملکرد و اقداماتی که جنبه کوتاه مدت دارند در تعریف استقلال بانک مرکزی می توان این تغییرات را در کوتاه مدت و بلند مدت بررسی کرد. در زیر بخش های بعدی بر اساس این معیار به دسته بندی پیامدهای بحران های مالی و بانکی برای حکمرانی و اقتدار بانک های مرکزی خواهیم پرداخت و تلاش خواهد شد تا برخی استنباط ها و برداشت های کلی از این رهگذر حاصل گردد.

## پیامدهای کوتاه مدت بحران ها

مروری بر تجارب بانک های مرکزی در مقابله با بحران ها می تواند بسیار آموزنده باشد. چنانچه در شناسایی بحرانها تنها بر آن دسته رخداد هایی متمرکز شویم که اهمیت سیستمی داشته اند، می توان ادعا کرد که تنها در فاصله سال های ۱۹۷۰ تا ۲۰۱۰ تعداد ۱۵۰ بحران بانکی به ثبت رسیده است که ذیلاً به مهم ترین آن ها اشاره می شود.

نخستین مورد مربوط به بحران بدهی آمریکای لاتین در دهه ۱۹۸۰ است. این بحران در اوایل دهه ۱۹۸۰ (و در بعضی از کشورها از دهه ۱۹۷۰) آغاز گردید و دلیل عمده آن فزونی بدهی های خارجی کشورهای آمریکای لاتین از درآمد آن ها و ناتوانی این کشورها از بازپرداخت وام های خود شناخته شد. بنابراین با مدیریت دارایی ها و بدهی ها توسط مقام نظارتی و پرداخت بدهی های خارجی بانکها توسط دولت برای برون رفت از بحران تلاش گردید.

سپس در سال ۱۹۹۲ بحران کشورهای اسکاندیناوی (شامل فنلاند، نروژ و سوئد) شکل گرفت. این بحران به دلیل افت قیمت نفت و سقوط بازار سهام، پس از یک دوره پرشتاب افزایش اعتبارات داخلی، آغاز شد که به زیان سنگین بانکی منجر شد. سپس در سوئد پس از ترکیدن حباب قیمت املاک و مستغلات گسترش پیدا کرد و به کمبود شدید نقدینگی در بازارهای پولی و ورشکستگی چندین موسسه مالی منجر شد. در پاسخ، دولت اعلام کرد که تمام سپرده های بانکی و طلبکاران بانک های این کشور را تضمین می کند. دولت سوئد بدهی های بانکی بد را به عهده گرفت، اما بانکها مجبور بودند ضمانت ها را ضبط کرده و بهره مالکیت (سهام عادی) را به دولت بدهند. سهامداران باقی مانده در بانک های بزرگ، با سرمایه گذاری های خصوصی حذف شدند بدین معنی که سهام به سرمایه گذاران جدید فروخته شد. صاحبان سهام در همه بانکها محافظت شدند. بدهی های بد شرکتها به شرکت های مدیریت دارایی منتقل شد که دارایی هایی - عمدتاً املاک و مستغلات - که بانکها به عنوان وثیقه برای این بدهی ها نگه داشته بودند، فروخته شد. هنگامی که این دارایی ها فروخته شد، درآمد حاصل از آن به دولت رسید و دولت بعداً توانست پول بیشتری را با فروش سهام خود در بانک های ملی با پیشنهادات عمومی، به دست آورد. سوئد سپس اداره پشتیبانی بانکی را برای نظارت بر موسساتی که نیاز به تأمین سرمایه مجدد داشتند، تشکیل داد.

<sup>۴۱</sup> Unconventional



# بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

بحران سوم که به تکیلا موسوم بود، در سال ۱۹۹۵ در کشور مکزیک، به دلیل کاهش ناگهانی ارزش پول این کشور، رخ داد. به گفته کمیسیون ملی نظارت بر بانکداری (CNBV)<sup>۴۲</sup> و بانک مکزیک، بر اساس اصول زیر در پاسخ به این بحران واکنش نشان دادند: کاهش ریسک بحران بانکداری؛ حمایت از طیف وسیع خانوارها و بنگاه‌ها با ترویج "فرهنگ بازپرداخت بدهی"، ارائه هزینه برنامه‌ها را در جهت به حداقل رساندن اثرات مالی و توسعه آن در طول زمان توسط بانک‌ها و دولت فدرال، تقویت موسسات حمایتی به جای سهامداران، افزایش رقابت با ترویج مشارکت بانک‌های خارجی، طراحی برنامه‌ها در جهت کمک به انگیزه‌های بانکی و ایجاد اعتبار بیشتر برای بخش‌هایی که به کمک نیاز دارند و در نتیجه کمک به بهبود اقتصادی. بنابراین دولت این کشور به منظور حفظ ارزش پول ملی خود (پزو)، درصدد مداخله در بازار ارز از طریق ذخایر ارز خارجی برآمد. برای کاهش عرضه بیش از حد پزو (با کاهش کسری تراز پرداخت)، دولت مکزیک طی بحران در وهله اول سیاست‌های پولی شدیداً انقباضی را اتخاذ کرد. به موجب این سیاست که با هدف تشویق سرمایه‌گذاران خارجی برای ادامه وام‌دهی به مکزیک وضع شد، نرخ بهره کوتاه مدت به شدت افزایش یافت. اما به رغم نرخ‌های بهره بسیار بالا، سرمایه‌گذاران بین‌المللی به سمت پزو بازنگشتند در حقیقت، با کاهش ذخایر ارز خارجی دولت مکزیک، سرمایه‌گذاران بین‌المللی به سرعت از بازار خارج شدند و در نهایت، دولت اعلام کرد که ذخایر کافی برای نگه داشتن پزو در نرخ ثابت را ندارد و ناگزیر از کاهش ارزش آن است.

چهارمین بحران به کشورهای آسیای جنوب شرقی مربوط می‌شود که در سال ۱۹۹۷ از تایلند آغاز شد و ارزها و بازارهای بورس دوازده کشور را تحت تأثیر قرار داد. این بحران در واقع با عدم بازپرداخت بدهی خارجی کوتاه‌مدت و تضعیف واحد پول تایلند همزمان با کیفیت پایین اعتبارات و مدیریت ناصحیح سیستم بانکی آغاز شد. این بحران سپس با دخالت صندوق بین‌المللی پول مواجه شد. صندوق بین‌المللی پول با اعطای وام برای تثبیت اقتصادهای آسیایی، آن‌ها را تحت تأثیر قرار داد. بنابراین مبلغی معادل حدود ۱۱۰ میلیارد دلار وام کوتاه مدت به تایلند، اندونزی و کره جنوبی تحویل داده شد تا به تثبیت اقتصادشان کمک کنند. نخستین وام نیز به کره جنوبی (کشوری که یازدهمین اقتصاد بزرگ جهان به‌شمار می‌آید) اعطا شد. از آن جایی که ادامه بحران اقتصادی در کره جنوبی در بخش عدم بازپرداخت بدهی‌های کوتاه مدت، بقیه بازارهای اقتصادی بین‌المللی را به شدت متأثر می‌کرد، برای تسریع در پرداخت این وام و دستیابی به توافق، مدیر عامل صندوق خود رأساً در مذاکرات دخالت کرد تا اختلافات حل شود. این کشورها به نوبه خود، مجبور بودند از شرایط سخت مالیات و نرخ‌های بهره بالاتر و کاهش هزینه‌های عمومی، پیروی کنند. نتیجتاً بسیاری از کشورهای آسیب دیده در سال ۱۹۹۹ نشانه‌هایی از بهبود را نشان دادند.

بحران روسیه در سال ۱۹۹۸ در رتبه بعدی بحران‌های بانکی قرار دارد که در نتیجه از دست دادن بیشترین ارز توسط بانک‌ها و افت ارزش پول روسیه و نکول این کشور در زمینه بازپرداخت بدهی‌های داخلی کوتاه مدت دولتی ایجاد شد. سرانجام دولت روسیه با در پیش گرفتن برنامه اصلاح ساختار و مقررات به عنوان یک رویه پایدار و نیز مقررات موقتی سعی در حل بحران نمود. هر دو برنامه نقش مهمی در خروج روسیه از بحران داشت؛ اما بحث اصلاح ساختار و مقررات پس از مدتی با افزایش قیمت نفت به فراموشی سپرده شد.

<sup>۴۲</sup> Comisión Nacional Bancaria y de Valores



# بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

در سال ۲۰۰۰ نیز بحران ترکیه با قطع خطوط اعتباری یک بانک بزرگ به چند بانک کوچک آغاز شد که در نتیجه، این بانک‌های کوچک مجبور به نقد کردن اوراق دولتی شدند. این امر به نوبه خود باعث افت ماریجی قیمت اوراق دولتی و زیان بزرگ برای بانک‌های دولتی شد که با نظارت بیشتر بر بانک‌های بزرگ و دولتی توسط دولت و مقام نظارتی مهار گردید.

پس از آن بحران پیروی آرژانتین در سال ۲۰۰۲، در اثر بی‌اعتمادی به توانایی دولت در مدیریت منابع و مصارف و وضعیت ارزی کشور و هجوم سپرده‌گذاران برای برداشت پس‌اندازهای خود از بانک‌ها شکل گرفت. آرژانتین دوران رکود تومی شدیدی را تجربه نمود و با معضل بیکاری مزمنی درگیر بود. اقتصاد آرژانتین در سال ۲۰۰۲، پس از یک دهه تبعیت از سیاست‌های آزادسازی تجاری، کوچک کردن دولت و آزادسازی سرمایه، سقوط کرد. نرخ بیکاری و میزان تورم نیز تا حد زیادی بالا بود. تا سال ۲۰۰۲، آرژانتین در پرداخت قرض‌های خود نکول کرده بود، اما دولت با کنترل دقیق هزینه و مالیات‌های سنگین بر صادرات رو به رشد کنونی به کشور ابزاری را جهت بازیابی منابع و هدایت سیاست پولی اعطا نمود.

در نهایت بحران آمریکا و اروپا، بحران مالی بزرگی بود که در سال ۲۰۰۷ در اثر انفجار وام‌های پرریسک ایجاد شد. این بحران بزرگترین موج بحران‌های بانکی به هم پیوسته را در طول تاریخ ایجاد کرده است که عمدتاً کشورهای توسعه‌یافته را متأثر نمود. موج بحران‌ها کم‌کم به سایر کشورها نیز سرایت نمود. سرایت بحران‌های بانکی، یکی از نتایج افزایش جهانی شدن اقتصاد نسبت به دوران گذشته است. بانک‌های مرکزی در طول بحران، مجبور به مداخله زیاد برای حفظ ثبات مالی بودند و در طول یک بحران مالی، ترکیبی از سیاست‌های پولی و مالی می‌بایست با هم به کار گرفته می‌شد:<sup>۴۳</sup>

"برای تصمیم‌گیری در مورد این که کدام یک از موسسات مالی باید با حمایت مالیات‌دهندگان (مانند بانک مرکزی آمریکا، سیتی‌گروپ، AIG، ...) باقی بمانند و کدامیک باید از بین بروند، مشروعیت سیاسی بسیار مهم است. بانک مرکزی نیاز به یک جایگاه مهم در جدول دارد، اما نباید چنین تصمیماتی را به تنهایی اتخاذ کند. اگر مسئله سیاسی شود، به احتمال زیاد، وزارت خزانه‌داری - و نه بانک مرکزی - باید بیشترین قدرت سیاسی را در اختیار داشته باشد، حتی اگر بانک مرکزی بیشتر پول را فراهم کند. از زمان بحران مالی ۲۰۰۷، بسیاری از بانک‌های مرکزی توجه زیادی به ثبات مالی می‌کنند، گاهی اوقات به این دلیل که به آن‌ها مسئولیت‌های صریح و مؤثر برای نظارت کلان احتیاطی داده شده است و گاهی اوقات به این دلیل که آنها اکنون ثبات مالی را به عنوان ضرورتی برای تعقیب ثبات کلان اقتصادی تفسیر می‌کنند."<sup>۴۴</sup>

دوم آن که، در حال حاضر مشکل تورم در بسیاری از اقتصادهای پیشرفته این است که بسیار پایین است و خیلی زیاد نیست. و این به استفاده از ابزارهای سیاست پولی مختلف منجر شده است. پیش از بحران، سیاستگذاران پولی در اکثر کشورها عمدتاً به نرخ بهره کوتاه‌مدت (به عنوان مثال، استقرای یک شبه) برای حفظ ثبات قیمت تکیه می‌کردند. در این چارچوب، سیاستگذاران سطح مطلوبی از نرخ سیاست را اعلام می‌کنند و از طریق عملیات مدیریت نقدینگی آن را به اجرا در می‌آورند. بنابراین سیاست پولی می‌تواند بدون ایجاد تغییر بزرگی در ترازنامه بانک مرکزی اجرا شود. اما عمق رکود اقتصادی پس از بحران مالی، نرخ‌های بهره اسمی کوتاه‌مدت را به مرز مؤثر پایین آن نزدیک کرد و به کارگیری این ابزار سیاستی مرسوم تقریباً بی‌نتیجه و ضعیف بود. در پاسخ، بسیاری از بانک‌های

<sup>۴۳</sup> Blinder, 2012

<sup>۴۴</sup> Cerutti et al, 2017



# بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

مرکزی اقدام به هدایت و یا پیش‌برد انواع سیاست‌های غیرمرسوم پولی مانند وام دهی به بانک‌ها (و گاهی اوقات حتی موسسات غیربانکی) در حجم زیاد برای خرید دارایی‌های با مقیاس بزرگ نمودند.

در هر دو مورد، بانک مرکزی به طور فعالانه از ارقام ترازنامه خود برای تأثیرگذاری بر شرایط بازار استفاده می‌کند. به گفته برنانکه (۲۰۱۰) یک راهکار خوب برای اعطای استقلال به بانک مرکزی در اخذ تصمیمات کمی همانند سایر سیاست‌های پولی وجود دارد، از آنجایی که اثرات کمی بر رشد و تورم به طور کیفی شبیه به سیاست‌های پولی مرسوم است، نگرانی‌های مشابه در مورد اثرات معکوس بالقوه کوتاه مدت سیاسی برای این تصمیمات وجود دارد. در واقع، هزینه‌های غیرضروری دولت می‌تواند بر تصمیمات کمی بانک مرکزی تأثیری ویژه داشته باشد، زیرا چنین نفوذی می‌تواند به معنای فراهم کردن قدرت دولت در تقاضا برای کسب درآمد از بدهی‌های خود باشد، نتیجه‌ای که باید در هر هزینه‌ای از آن اجتناب شود.

مسئولیت‌ها و ابزارهای جدید بانک‌های مرکزی دو پیامد مهم دارند. پیامد اول، ثبات مالی و سیاست‌های پولی غیرمرسوم بانک‌های مرکزی دارای پیامدهای توزیعی قوی‌تر هستند. البته، تصمیم‌گیری‌های بانک‌های مرکزی همواره بر قیمت‌های نسبی اثر می‌گذارد و بنابراین تصمیمات آن‌ها دارای اثرات بازتوزیعی است. اما سیاست‌های پولی کلان احتیاطی و غیرمرسوم، عواقب توزیعی بیشتری نسبت به سیاست‌های پولی سنتی دارند و این امر به استقلال بانک مرکزی باز می‌گردد. به عنوان مثال، در حوزه املاک و مستغلات، رونق و توسعه سریع می‌تواند به سقوط و ورشکستگی تبدیل شود. در کوتاه مدت، رونق سریع ثروت (ظاهراً) صاحبان خانه را افزایش می‌دهد و کسب و کار ساخت و ساز را تقویت می‌کند.

و پیامد دوم این است که این مسئولیت‌ها و ابزارها، روش‌هایی را که بانک مرکزی چه در قانون‌گذاری و چه در سیاست‌گذاری در پیش می‌گیرند، تغییر می‌دهند و وظایف و اختیارات بانک مرکزی و پاسخگویی آن را در زمینه‌های مختلف تحت تأثیر قرار می‌دهد و باید به صورت تأکیدی بر روابط خود با دولت‌ها اتخاذ شود. این ابزارهای جدید ممکن است ساختار را نیز از تسلط پولی به تسلط مالی تغییر دهند. سیاست مالی مستقیماً جزء تعهدات قانونی یک بانک مرکزی مستقل نیست، حتی اگر در بلندمدت انباشت بدهی از طریق کسری مخارج بر تورم تأثیر بگذارد و این دغدغه اصلی بانک مرکزی است. در اکثر موارد، بانک‌های مرکزی ممکن است نقش مهمی در روند بودجه دولت داشته باشند.

مطالعات صورت گرفته توسط بودآ و هیکس (۲۰۱۵) و کوکرمین و همکاران (۱۹۹۲)، برای چندین گروه از کشورها و نتایج بررسی‌های حاصل از اندازه‌گیری سطح متوسط استقلال قانونی بانک مرکزی قبل، بعد و در زمان بحران توسط آن‌ها، دیدگاه مدیران بانک مرکزی را مبنی بر این که استقلال بانک مرکزی پس از بحران مالی جهانی کاهش نیافته است، تأیید می‌کند.

مروری بر وقایعی که در ببحوجه این بحران‌ها برای بانک‌های مرکزی رخ نموده است نشان می‌دهد که این بحران‌ها در کوتاه مدت تأثیر منفی بر استقلال بانک‌های مرکزی برجای گذاشته‌اند. خلاصه‌ای از بحران‌های مهمی که طی این دوره رخ داده به همراه اقدامات بانک مرکزی در کنار حوزه وظایف تعریف شده این بانک‌ها و نهایتاً تأثیری که بر ساختار حکمرانی و استقلال بانک‌های مرکزی داشته‌اند در جدول ۱ نمایش داده شده است.



# بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

جدول ۱ تأثیر بحران‌های مالی بر استقلال بانک مرکزی

نام بحران - (سال)	ریشه مشکل	راه حل (اقدام نهاد نظارتی و بانک مرکزی)	وظایف بانک مرکزی		
			تنظیم و اجرای سیاست پولی	نظارت بانکی	بانکدار دولت
آمریکای لاتین (۱۹۸۰)	فزونی بدهی خارجی از درآمد، ناتوانی از بازپرداخت وام	✓ مدیریت بدهی‌ها و دارایی‌های بانکی ✓ پرداخت بدهی‌های خارجی	✓	-	کاهش
اسکاندیناوی (۱۹۹۲)	سقوط قیمت نفت و بازار سهام	✓ تضمین سپرده سپرده‌گذاران ✓ ایجاد شرکت مدیریت دارایی‌ها توسط دولت ✓ فروش دارایی‌های بد بانک‌ها ✓ تشکیل اداره نظارت و پشتیبانی با همکاری دولت	✓	-	کاهش
مکزیک (۱۹۹۵)	کاهش ناگهانی ارزش پول	✓ مداخله دولت در بازار ✓ تغییر در نرخ بهره	-	-	کاهش
آسیای جنوب شرقی (۱۹۹۷)	عدم بازپرداخت بدهی خارجی کوتاه‌مدت، کیفیت پایین اعتبارات، مدیریت ناصحیح سیستم بانکی	اقدام در جهت مدیریت دارایی‌ها با افزایش کیفیت دارایی‌های بانکی و افزایش مدیریت ریسک در بانک‌ها توسط صندوق بین‌المللی پول	✓	-	کاهش
روسیه (۱۹۹۸)	کاهش ارزش پول ملی، افزایش بدهی‌های داخلی دولت	ایجاد برنامه‌های ساختاری و اصلاحی و مقرراتی	✓	-	کاهش
ترکیه (۲۰۰۰)	ایجاد ریسک سیستمی از بانک‌های بزرگ به بانک‌های کوچک	ایجاد نظارت بیشتر بر بانک‌های بزرگ و دولتی	✓	-	-
آرژانتین (۲۰۰۲)	بحران بدهی دولت، هجوم سپرده‌گذاران برای خروج سپرده‌ها	✓ کنترل شرایط اقتصادی ✓ بازبایی منابع بانکی ✓ پرداخت بدهی‌های دولت ✓ کنترل نرخ ارز	✓	✓	کاهش



					✓ برنامه تضمین اشتغال برنامه افزایش رشد اقتصادی		
افزایش	کاهش	✓	✓	✓	✓ کنترل شرایط اقتصادی ✓ برنامه‌های زیرساختی ✓ نظارت بیشتر بر بانک‌ها و بازارهای مالی	بحران بدهی، هجوم سپرده‌گذاران برای خروج سپرده‌ها	بحران بزرگ آمریکا و اروپا (۲۰۰۷)

منبع: یافته‌های تحقیق

همان‌طور که مشهود است، عمدتاً در مقاطع بحران استقلال عملیاتی بانک‌های مرکزی به طور کلی کاهش یافته است. اما همچنین ملاحظه می‌شود که در همین دوره‌ها بانک‌های مرکزی توانسته‌اند اختیارات گسترده‌تری را از جهت ورود به حوزه‌هایی که پیش‌تر در دامنه اختیارات آنها نبوده بدست آورند. همچنین برای اثر بخشی سیاست‌های تدوین شده برای مقابله با بحران‌ها بانک‌های مرکزی توانسته‌اند حمایت جدی‌تر مقامات قانون‌گذار را جلب نمایند. با توجه به این عوامل شاهد آن هستیم که میزان استقلال قانونی و سیاسی بانک‌های مرکزی در دوره‌های مورد نظر افزایش یافته است.



## جهت کلی تحولات در ساختار حکمرانی بانک‌های مرکزی

این بخش از این بررسی، به روند کلی حاکم بر تحولات ساختاری حکمرانی در بانک‌های مرکزی می‌پردازد. از آنجا که استقلال بانک مرکزی به عنوان یک راهکار نهادی برای کنترل تورم مقبولیت بالایی یافته است، در کشورهای مختلف شاهد آن بوده ایم که مقامات قانون گذار روز به روز بر اختیارات بانک مرکزی در کنار ضرورت پاسخگویی می‌افزایند و به همین دلیل نگاهی را شاخصهای مختلف اندازگیری درجه استقلال بانک مرکزی در طول زمان موید آن است که طی سالهای اخیر ساختار حکمرانی در بانک‌های مرکزی در مجموع به سمت استقلال بیشتر تحول یافته است.

جدول ۲ میزان استقلال قانونی و سیاستی بانک‌های مرکزی قبل و بعد از بحران اخیر مالی را نشان می‌دهد. همان طور که ملاحظه می‌شود در این دوره نیز برای بانک‌های مرکزی عمده میزان استقلال قانونی بانک‌های مرکزی در حال افزایش بوده و این بانک‌ها نقش قدرتمندتری را در عرصه اقتصاد کشورها به عهده گرفته‌اند.

جدول ۲ مقایسه میزان استقلال قانونی و سیاستی بانک‌های مرکزی قبل و بعد از بحران اخیر مالی

IMF-Aggregate	1995-2007	2008-2010
Advanced economies	0.57	0.59
Commonwealth of Independent States	0.60	0.70
Emerging and Developing Asia	0.46	0.59
Emerging and Developing Europe	0.67	0.83
Latin America and the Caribbean	0.63	0.66
Sub-Saharan Africa	0.41	0.42

Source: own calculations using the data of Bodea and Hicks (2015), which are available at: <http://www.princeton.edu/~rhicks/data.html>. The classification of countries follows that in the IMF's World Economic Outlook.

## حکمرانی و استقلال بانک مرکزی در ایران

بررسی‌های انجام شده نشان می‌دهد بانک مرکزی ایران از نظر استقلال قانونی و سیاستی و همچنین عملیاتی در سطح مطلوبی قرار نداشته و ندارد. یکی از مهمترین عوامل تأثیرگذار بر استقلال بانک مرکزی که در شاخص‌های مختلف استقلال مورد استفاده قرار گرفته است طول دوره ریاست و شرایط حاکم بر رئیس و اعضای هیئت مدیره بانک مرکزی و چگونگی انتخاب این اعضاست. بر اساس ماده ۲۸ قانون بانکی و پولی کشور مصوب ۱۳۳۹ رئیس بانک مرکزی به پیشنهاد وزیر دارایی و تصویب هیئت وزیران و بموجب فرمان بالاترین مرجع به مدت سه سال منصوب میشود و انتخاب مجدد او بلامانع است. از آنجایی که طول دوره ریاست ۳ سال بوده است پس روسای بانک مرکزی از ثبات مدیریتی کمی برخوردار بوده‌اند و این امر بر استقلال بانک مرکزی تأثیر منفی داشته است. هر چند قانون مزبور به طور صریح در مورد نحوه عزل رئیس بانک مرکزی و پاسخگویی آن مطلبی بیان نشده است، اما با توجه به بررسی نحوه عزل روسای بانک مرکزی میتوان گفت عزل رئیس بانک مرکزی نیز توسط دولت صورت گیرد.





# بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

در ماده شماره ۱۹ قانون پولی و بانکی مصوب سال ۱۳۵۱ نحوه عزل و نصب رئیس بانک مرکزی مشخص شده است. تنها تغییر نسبت به قانون مصوب سال ۱۳۳۹ طول دوره ریاست است که از ۳ سال به ۵ سال افزایش یافته است.

پس از انقلاب شاهد برخی تغییرات در قوانین ناظر بر حکمرانی بانک مرکزی بوده ایم. بر اساس قانون برنامه پنج ساله چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی کشور رئیس بانک مرکزی به پیشنهاد رئیس جمهور و تایید مجمع عمومی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران با حکم رئیس جمهور منصوب می‌گردد. میتوان گفت کیفیت تعیین رئیس بانک مرکزی نسبت به قبل تغییر نکرده زیرا مجمع عمومی نیز از وزرای دولت تشکیل شده است، تنها تفاوت در این است که رئیس بانک مرکزی قبلاً به پیشنهاد وزیر امور اقتصادی و دارایی معرفی میشد اما در این قانون به پیشنهاد رئیس جمهور معرفی میشود. در قانون برنامه پنج ساله پنجم توسعه نیز نحوه انتخاب رئیس بانک مرکزی تغییری نمیکند، البته در یک تبصره شرایطی برای رئیس بانک مرکزی و قائم مقام او تعیین میشود. در ماده شماره ۸۸ برنامه پنج ساله پنجم توسعه کشور آمده است: "رئیس کل بانک مرکزی و قائم مقام وی باید از بین متخصصان مجرب پولی بانکی و اقتصادی با حداقل ده سال تجربه کاری و تحصیلات حداقل کارشناسی ارشد در رشته‌های مرتبط و دارای حسن شهرت انتخاب شوند". در آبان ماه ۱۳۹۳ مجمع تشخیص مصلحت نظام مصوب کرد که رئیس بانک مرکزی به پیشنهاد وزیر امور اقتصادی و دارایی، تصویب هیئت وزیران و تایید رئیس جمهور انتخاب میشود.

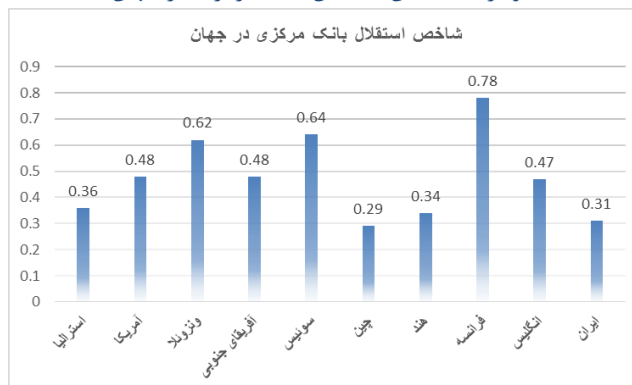
از بعد پاسخگویی براساس قانون بانکی و پولی مصوب ۱۳۳۹ انتخاب ریاست بانک مرکزی توسط دولت و مخصوصاً وزیر دارایی صورت می‌گیرد. علاوه بر آن مرکزی هیئت ناظر و بازپرس بر فعالیتهای بانک نظارت دارد. هیئت ناظر توسط مجمع عمومی بانک تعیین می‌گردد و از آنجایی که اکثریت اعضای مجمع عمومی به طور مستقیم و غیرمستقیم توسط دولت و به خصوص وزارت دارایی انتخاب میشود، بنابراین هیئت ناظر نیز به طور غیرمستقیم توسط وزارت دارایی طی سال‌های گذشته در عمل بانک مرکزی عملکردی مشابه خزانه دولت داشته است و در اتخاذ سیاست‌های پولی عمدتاً تابع شرایط حاکم بر بودجه دولت بوده است و کمتر به اهداف اصلی بانک مرکزی - ثبات پولی و حفظ ارزش پول ملی - پرداخته است.

هرچند قبل از انقلاب اهداف کمی مشخصی برای متغیرهای پولی برای بانک مرکزی تعریف نشده بود. بعد از انقلاب در برنامه‌های اول تا چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی کشور که از سال ۱۳۶۸ شروع شده اند مقدار کمی برای متغیرهای پولی مشخص شده است. اما بررسی عملکرد گذشته بانک مرکزی نشان می‌دهد که این هدف گذاری به دلیل نبود سازو کار لازم برای ارزیابی عملکرد و تداخل دیگر وظایفی که برای بانک مرکزی تعریف می‌شود سبب شده تا استقلال عملیاتی در پایین ترین سطح بماند. چالش جدی در برابر استقلال بانک مرکزی از برخورداری دولت از درآمدهای نفتی نشات می‌گیرد. هر چند از سالهای برنامه سوم به بعد، استقرار از بانک مرکزی ممنوع شد اما خرید اجباری ارز حاصل از صادرات نفت از سوی بانک مرکزی به هر میزان که دولت تمایل داشته باشد، خالص دارایی خارجی بانک مرکزی را به اصلی ترین موتور محرک رشد نقدینگی در کشور تبدیل کرده است (نیلی ۱۳۹۶).

مقایسه وضعیت بانک مرکزی ایران با بانک‌های مرکزی دیگر کشورها نشان می‌دهد که بانک مرکزی ایران از درجه استقلال به نسبت پایین تری برخوردار است. (نمودار ۱)



نمودار ۱: شاخص استقلال بانک مرکزی در جهان



هر چند در نظام بانکی ایران به دلیل برخوردار بودن این بخش از حمایت‌های دولت شاهد پدیده‌هایی چون ورشکستگی و هجوم بانکی نبوده ایم اما بررسی زارعی کمیجانی (۱۳۹۴) با استفاده از شاخص تنش در بازار پول با استفاده از رهیافت الگوی چرخشی مارکف نشان می‌دهد که در سالهای ۱۳۶۷، ۱۳۷۸، ۱۳۸۲، ۱۳۸۷ و ۱۳۹۲ نظام بانکی دوره‌های بحران بانکی را تجربه کرده است.

جدول ۳: رابطه استقلال بانک مرکزی و بحران‌های بانکی در ایران

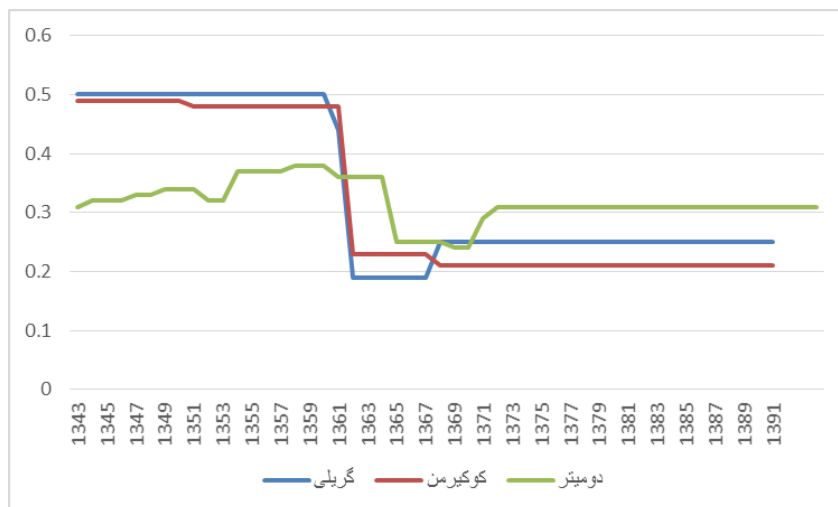
	87		82		78		67	
	قبل	بعد	قبل	بعد	قبل	بعد	قبل	بعد
شاخص کوکیرمن	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.23	0.21
شاخص گریلی	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.19	0.25

منبع: صمیمی و همکاران<sup>۴۵</sup>

هرچند داده‌های موجود کفایت لازم را برای یک بررسی آماری ندارد اما از بررسی مقادیر مربوط به شاخص استقلال بانک مرکزی که از دو روش و بر اساس مطالعات صمیمی درخشان (۱۳۹۵) بدست آمده در جدول ۳ می‌توان نشان داد که استقلال بانک مرکزی در پی بحران‌های بانکی هربار افول نموده است. روند بلند مدت تحولات در ساختار حکمرانی نیز نتیجه دلگرم‌کننده‌ای در بر ندارد.

نمودار ۲: تحول در ساختار و استقلال بانک مرکزی در ایران

<sup>۴۵</sup> رجوع شود به جعفری صمیمی، احمد و کاوه درخشانی درآبی. استقلال بانک مرکزی در ایران: تحلیل نظری و تجربی، (۱۳۹۴).



منبع: صمیمی و همکاران

همان طور که نمودار فوق نشان می‌دهد در گذر زمان استقلال بانک مرکزی که به طور تاریخی نسبت به سایر کشورها در سطح پایینی می‌باشد نه تنها شاهد بهبود آنچنانی نبوده است بلکه در برخی ادوار نیز کاهش یافته است. اخیراً بانک مرکزی با مطالعه قوانین بانک‌های مرکزی کشورهای دیگر اقدام به پیش نویس لایحه بانک مرکزی تدوین نموده است. اولین ویرایش این پیش نویس در بهمن ماه ۱۳۸۶ به دولت وقت تقدیم گردید. همچنین، فرآیند مشابهی برای تدوین پیش نویس لایحه بانکداری پشت سر گذاشته شد. از تیر ماه سال ۱۳۹۴ یک کارگروه مشترک وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی با حضور برخی مدیران عامل بانک‌ها و تعدادی از صاحب‌نظران بانکی، بررسی و نقد پیش‌نویس لوایح بانک مرکزی و بانکداری را آغاز نمود و نهایتاً پیش‌نویس لایحه "قانون بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران" و لایحه "قانون بانکداری" تقدیم دولت گردید. انتظار می‌رود با تصویب این لوایح تغییرات مثبتی را در جهت افزایش اقتدار و استقلال بانک مرکزی شاهد باشیم.

## جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

حکمرانی دارای ابعادی چون پاسخگویی، وجود اختیارات و استقلال لازم و نهایتاً شفافیت است که با هم در ارتباط اندام وار بوده و تضمین‌کننده عملکرد کارآمد، اثر بخش و با اعتبار بانک مرکزی می‌باشد. در این میان مسئله استقلال در حکمرانی بانک مرکزی یک موضوع محوری است و به دو بخش استقلال سیاسی و قانونی بانک مرکزی، و استقلال عملیاتی دسته‌بندی می‌شود. از آنجا که استقلال بانک مرکزی به عنوان یک راهکار نهادی برای کنترل تورم مقبولیت بالایی یافته است، در کشورهای مختلف شاهد آن بوده ایم که مقامات قانون گذار روز به روز بر اختیارات بانک مرکزی در کنار ضرورت پاسخگویی می‌افزایند و طی سالهای اخیر ساختار حکمرانی در بانک‌های مرکزی در مجموع به سمت استقلال بیشتر تحول یافته است.

مروری بر بحران‌های مالی و بانکی در دو دهه اخیر نشان می‌دهد که اولاً بسیاری از کشورها معماری نظارتی مالی خود را با افزایش مشارکت بانک‌های مرکزی در امر نظارت تغییر داده‌اند و از این رو می‌توان گفت که بحران مالی یک محرک مهم در افزایش نقش

# بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

بانک‌های مرکزی به عنوان ناظر بوده است. دوم آن که هرچند در مقاطع بحران استقلال عملیاتی بانک‌های مرکزی به طور کلی کاهش یافته است. اما در همین دوره‌ها بانک‌های مرکزی توانسته‌اند اختیارات گسترده‌تری را از جهت ورود به حوزه‌هایی که پیش‌تر در دامنه اختیارات آنها نبوده بدست آورند. همچنین برای اثر بخشی سیاست‌های تدوین شده برای مقابله با بحران‌ها بانک‌های مرکزی توانسته‌اند حمایت جدی‌تر مقامات قانون‌گذار را جلب نمایند. با توجه به این عوامل شاهد آن هستیم که میزان استقلال قانونی و سیاسی بانک‌های مرکزی در دوره‌های مورد نظر افزایش یافته است.



## منابع

1. Ahsan, Amirul. M. Skully & J. Wickramanayake. 2006. "Determinants Of Central Bank Independence And Governance: Problems And Policy Implications", JOAAG, Vol. 1. No. 1
2. Arnone, M. et al., 2009. "Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends." IMF Staff Papers, Vol. 56. No. 2. pp.263-296.
3. Avadanei, A., 2013. "Central Banks and Democracy. A Comparative Case Study." The Young Economists Journal, Vol. 10. No. 20.
4. Aydin, B. & Volcan, E., 2011. "Incorporating Financial Stability in Inflation Targeting Frameworks", International Monetary Fund
5. Balls. Ed, j.Howat & A. Stansbury.2016. "Central Bank Independence Revisited: After The Financial Crisis, What Shold A Model Central Bank Look Like?". Harvard Kennedy School, Mossavar-Rahmami Center for Business & Government. M-RCBG Associate Working Paper Series. No.67
6. Bodea, Cristina. 2013. "Fixed Exchange Rates, Independent Central Banks And Price Stability In Postcommunist Countries: Conservatism And Credibility". Journal of Economics & Politics. DOI: 10.1111/ecpo.12030
7. Bank for International Settlements. 2011."Central bank governance and financial stability". A report by a Study Group; Chair: Stefan Ingves, Governor, Sveriges Riksbank.
8. Canova, T.A., 2011. "Central Bank Independence as Agency Capture: A Review of the Empirical Literature". Banking & Financial Services, Vol.30. No. 11. pp.11-25.
9. Cohen-Cole, E. & Morse, J., 2013. "Monetary policy and capital regulation in the US and Europ." International Economics, Vol. 134, pp.56-77.
10. Cunningham Rose and Christian Friedrich, 2016, "The Role of Central Banks in Promoting Financial Stability: An International Perspective", Bank of Canada Staff Discussion Paper 2016-15.
11. Cúrdia, V. & Woodford, M., 2011. "The central-bank balance sheet as an instrument of monetary policy". Journal of Monetary Economics, Vol. 58 No. 1, pp.54-79
12. Dalla Pellegrina, L., Masciandaro, D. & Pansini, R. V., 2013. "The central banker as prudential supervisor: Does independence matter?" Journal of Financial Stability, Vol. 9. No. 3, pp.415-427.
13. Edge M., Rochelle & N. Liang.2017. "New Financial Stability Governance Structures and Central Banks". Hutchins Center Publication



14. Gungor, C., 2016. "The Relationship between Central Bank Activities and Price Stability: A Case Study on the Central Bank of Turkey". International Journal of Economic Perspectives, Vol. 10, No.4, pp.96-101
15. Haan. Jakob, Ch.Bodea & R.Hicks .2017. "Central bank independence under threat?" The twenty-third Dubrovnik Economic conference, Organized by the Croatian National Bank
16. Jeanneau, Serge. 2011. "Central Bank Governance And Financial Stability: Issues Of Potential Relevance To Africa", BIS Papers No. 56 .
17. Klüh, U. & Stella, P., 2008. "Central Bank Financial Strength and Policy Performance: An Econometric Evaluation". Economist, pp.1-45
18. Masciandaro, D., 2007. Divide et impera: Financial supervision unification and central bank fragmentation effect. European Journal of Political Economy, 23(2), pp.285-315.
19. Masciandaro, D. & Romelli, D., 2018. "Central bankers as supervisors: Do crises matter?" European Journal of Political Economy, Vol. 52, pp.120-140.
20. Masciandaro, D. & Romelli, D., 2015. "Ups and downs of central bank independence from the Great Inflation to the Great Recession: Theory, institutions and empirics". Financial History Review, Vol. 22. No.3, pp.259-289.
21. Ojo, M. & Ayadi, F., 2013. "Central bank independence: monetary policies in selected jurisdictions". MPRA Paper, (45722).
22. Ueda, K. & Valencia, F., 2014. "Central bank independence and macro-prudential regulation". Economics Letters, Vol. 125. No.2, pp.327-330.
23. Viñals José,(2010), "Central Banking Lessons from the Crisis". Monetary and Capital Markets Department, IMF.
24. Walsh, C.E., 2011. "Central Bank Independence Revisited". Economic Papers: A journal of applied economics and policy, 30(1), pp.18-22

سرزعیم، علی (۱۳۹۵). سیاست‌های اقتصادی برای مقابله با بحران‌های بانکی فصلنامه مطالعات راهبردی سیاستگذاری عمومی، دوره ششم. شماره ۲۱

جعفری صمیمی، احمد و کاوه درخشانی درآبی (۱۳۹۴). استقلال بانک مرکزی در ایران: تحلیل نظری و تجربی. فصلنامه پژوهش پولی‌های - بانکی . سال هشتم، شماره ۲۴، صفحه ۱۶۷-۱۹۰